

推荐（维持）

高端白酒稳健增长，部分大众品 Q2 利润承压

风险评级：中风险

食品饮料行业 2021 年半年度业绩综述

2021 年 9 月 6 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

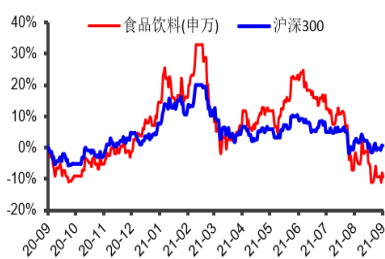
S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- **食品饮料行业上半年业绩增速环比下降，行业内细分板块表现分化。**2021H1，食品饮料行业营业总收入同比增长15.15%，归母净利润同比增长15.87%。分季度看，2021Q2行业营业总收入与归母净利润分别同比增长6.76%与2.91%。考虑到二季度食品饮料行业部分板块基数较高，行业Q2业绩增速环比出现下滑。分板块看，行业内细分板块表现分化。其他酒类上半年业绩增速领涨，调味品、肉制品板块表现相对弱势，白酒、啤酒、乳品板块稳增。
- **白酒板块：上半年业绩实现双位数增长，高端白酒确定性强。**随着需求回暖，白酒上半年业绩实现稳健增长。2021H1，白酒营业总收入同比增长21.13%，归母净利润同比增长20.64%。与2019H1相比，白酒的营业总收入与归母净利润的年均复合增速分别为11.31%与14.24%。在白酒层级中，高端白酒确定性最强，2021H1营业总收入与归母净利润分别同比增长15.18%与14.73%。次高端白酒去年上半年受疫情影响较大，基于去年的低基数，今年上半年业绩实现弹性增长。随着疫情影响逐步释放，白酒上半年预收账款与经营活动现金流有所改善。
- **调味品板块：多因素扰动，二季度业绩承压。**2021H1，调味品板块营业总收入同比增长3.70%，归母净利润同比下降8.24%。2021Q2，板块营业总收入与归母净利润增速分别同比下降12.44%与28.83%。板块二季度业绩承压主要受三方面的扰动。（1）去年二季度基数高，今年以消化库存为主。（2）成本上行，利润端承压。（3）社区团购的冲击。社区团购作为一种新兴的渠道模式，影响了经销商原有的加价体系，使板块业绩受到一定冲击。
- **啤酒板块：二季度业绩承压，高端化推动盈利能力上行。**2021H1，啤酒板块营业总收入同比增长17.56%，归母净利润同比增长22.42%。单季度看，2021Q2，啤酒板块营业总收入与归母净利润分别同比增长1.43%与下降8.14%。啤酒板块二季度业绩承压主要是：（1）行业在去年二季度主要采取压货冲销量的方式缓解经营压力，因此去年二季度的销量处于较高水平。（2）大麦、玻璃、铝锭等啤酒原材料价格持续走高，成本上涨使啤酒板块利润承压。啤酒行业目前致力于高端化进程的推进，今年上半年盈利能力有较大的提升。2021H1，啤酒板块的毛利率为45.09%，同比增加3.33个百分点；净利率为12.92%，同比增加2.10个百分点。
- **乳品板块：上半年业绩稳健，成本上涨使Q2利润端承压。**2021H1，乳品板块营业总收入同比增长21.38%，归母净利润同比增长49.36%。受益于白奶需求持续旺盛的影响，基于去年的高基数，乳品Q2营收同比增长10.20%。利润端来看，板块Q2归母净利润同比下降1.85%，主要系生鲜乳价格上涨使成本增加所致。

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **投资策略：维持对行业的推荐评级。**考虑到去年二季度食品饮料行业部分板块基数较高，行业Q2业绩增速环比下滑。分板块看，**白酒板块：强者恒强的趋势不变，高端白酒确定性强。**近期受酒精致癌、政策监管等消息影响，市场悲观情绪加重，引发白酒超跌。目前，悲观情绪已逐步释放，白酒公司的估值步入相对合理区间。总体而言，高端白酒确定性最强，考虑到去年下半年次高端白酒低基数因素消退，次高端白酒下半年的业绩增速环比或有所放缓。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台、五粮液与泸州老窖；次高端酒中，可重点关注山西汾酒、舍得酒业以及目前渠道逐步顺理的洋河股份等。**大众板块：短期扰动不改长期发展趋势，关注龙头企业边际改善机会。**受同期高基数、高库存、成本上涨与社区团购等因素扰动，调味品、啤酒等板块Q2短期承压。我们认为短期扰动不改行业长期发展趋势。待成本改善、库存趋于良性、高基数影响消退后，可以把握承压后的长线布局机会。标的方面，建议关注海天味业、中炬高新、青岛啤酒、伊利股份等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济下行风险等。

目 录

1. 食品饮料行业上半年业绩	5
1.1 行业上半年业绩增速环比下降	5
1.2 行业内细分板块表现分化	5
2. 白酒板块：高端白酒确定性强，次高端白酒弹性增长	6
2.1 白酒板块上半年业绩实现双位数增长	6
2.2 白酒板块上半年毛利率同比提升	8
2.3 白酒板块上半年预收账款回暖	10
2.4 白酒板块上半年经营活动现金流改善	11
2.5 白酒重点公司梳理	13
3. 调味品板块：多因素扰动，二季度业绩承压	15
3.1 调味品板块二季度业绩承压	15
3.2 调味品板块上半年盈利能力下降	16
3.3 调味品重点公司梳理	17
4. 啤酒板块：二季度业绩承压，高端化推动盈利能力上行	19
4.1 啤酒板块二季度业绩承压	19
4.2 啤酒板块上半年盈利能力提升	20
4.3 啤酒重点公司梳理	21
5. 乳品板块：上半年业绩稳健，成本上涨使 Q2 利润端承压	22
5.1 乳品板块二季度基于高基数营收仍实现正增长	22
5.2 乳品板块上半年毛利率下降，净利率增加	23
5.3 乳品重点公司梳理	24
6. 投资策略	25
7. 风险提示	26

插图目录

图 1：2021H1 食品饮料细分板块营收增速	5
图 2：2021H1 食品饮料细分板块归母净利润增速	5
图 3：与 2019H1 相比细分板块营收增速	6
图 4：与 2019H1 相比细分板块归母净利润增速	6
图 5：白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 6：白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 7：白酒板块毛利率与净利率（%）	9
图 8：白酒板块期间费用率（%）	9
图 9：白酒板块 H1 预收账款与增速（亿元，%）	10
图 10：白酒板块 H1 经营活动现金流与增速（亿元，%）	11
图 11：调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）	15
图 12：调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）	15
图 13：调味品板块毛利率与净利率（%）	16
图 14：调味品板块期间费用率（%）	16
图 15：啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	19
图 16：啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	19

图 17: 啤酒板块毛利率与净利率 (%)	20
图 18: 啤酒板块期间费用率 (%)	20
图 19: 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	22
图 20: 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	22
图 21: 乳品板块毛利率与净利率 (%)	24
图 22: 乳品板块期间费用率 (%)	24

表格目录

表 1: 2021H1 食品饮料行业业绩单季度表现 (亿元, %)	5
表 2: 2021H1 白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	7
表 3: 2021H1 白酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	7
表 4: 2021H1 白酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	8
表 5: 2021H1 白酒板块上市公司盈利能力 (%)	9
表 6: 2021H1 白酒板块上市公司预收账款情况 (亿元, %)	10
表 7: 2021H1 白酒板块经营活动现金流单季度表现 (亿元, %)	12
表 8: 2021H1 白酒板块上市公司经营活动现金流净额情况 (亿元, %)	12
表 9: 2021H1 调味品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	15
表 10: 2021H1 调味品板块上市公司业绩情况 (亿元, %)	16
表 11: 2021H1 调味品板块上市公司盈利能力 (%)	17
表 12: 2021H1 啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	19
表 13: 2021H1 啤酒板块上市公司业绩情况 (亿元, %)	20
表 14: 2021H1 啤酒板块上市公司盈利能力 (%)	21
表 15: 2021H1 乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	23
表 16: 2021H1 乳品板块上市公司业绩情况 (亿元, %)	23
表 17: 2021H1 乳品板块上市公司盈利能力 (%)	24
表 18: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/9/3)	26

1. 食品饮料行业上半年业绩

1.1 行业上半年业绩增速环比下降

食品饮料行业上半年业绩实现两位数增长。2021H1，食品饮料行业（SW 食品饮料行业剔除 B 股，共 119 家样本公司，下同）实现营业总收入 4521.63 亿元，同比增长 15.15%，增速同比增加 9.11 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 863.14 亿元，同比增长 15.87%，增速同比增加 6.04 个百分点。

Q2 业绩增速环比下滑。分季度看，食品饮料行业 2021Q1 实现营业总收入 2413.64 亿元，同比增长 22.72%；实现归母净利润 501.48 亿元，同比增长 26.41%。2021Q2 实现营业总收入 2067.71 亿元，同比增长 6.76%；实现归母净利润 355.21 亿元，同比增长 2.91%。考虑到去年二季度食品饮料行业部分板块基数较高，行业 Q2 业绩增速环比下滑。

表 1：2021H1 食品饮料行业业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	2413.64	22.72%	501.48	26.41%
2021Q2	2067.71	6.76%	355.21	2.91%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 行业内细分板块表现分化

上半年行业内细分板块表现分化。分板块看，与 2020H1 相比，行业中的其他酒类业绩增速领涨，营业总收入与归母净利润的增速分别为 57.02%与 236.02%。相比之下，调味品与肉制品板块表现相对弱势。白酒、啤酒与乳品板块稳增，营收增速维持在 17%-23%之间。若剔除去年疫情的影响因素，与 2019H1 相比，肉制品与其他酒类板块的营收实现较快增长，黄酒与葡萄酒板块表现相对弱势，白酒的业绩增速位于行业中位。

图 1:2021H1 食品饮料细分板块营收增速

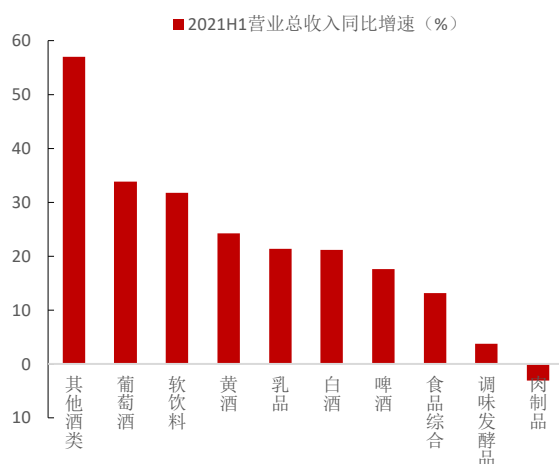
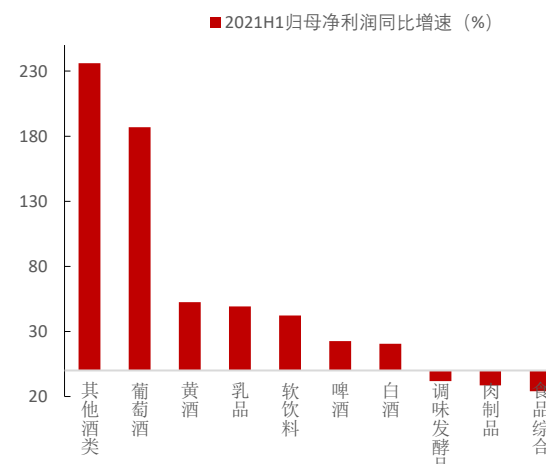


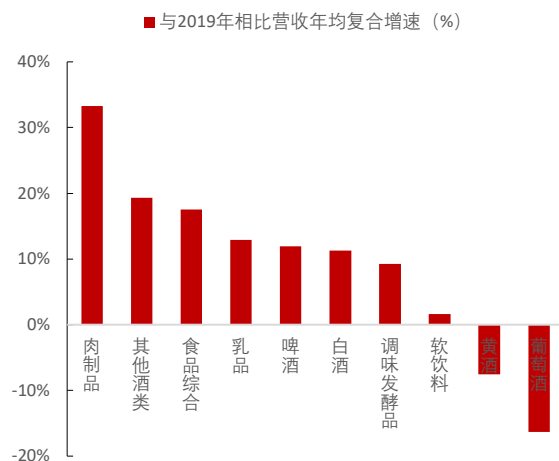
图 2:2021H1 食品饮料细分板块归母净利润增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

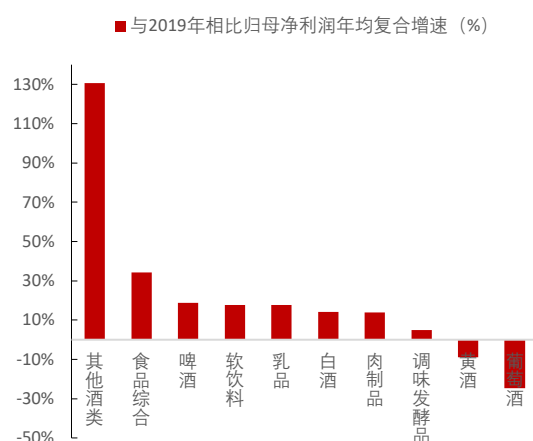
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 3:与2019H1相比细分板块营收增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 4: 与2019H1相比细分板块归母净利润增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

2. 白酒板块：高端白酒确定性高，次高端白酒弹性增长

2.1 白酒板块上半年业绩实现双位数增长

白酒板块上半年业绩实现双位数增长。今年以来，随着需求回暖，白酒上半年业绩实现稳健增长。2021H1，白酒板块（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 18 家样本公司，下同）实现营业总收入 1589.98 亿元，同比增长 21.13%；实现归属于母公司股东的净利润 577.91 亿元，同比增长 20.64%。与 2019H1 相比，白酒的营业总收入与归母净利润的年均复合增速分别为 11.31%与 14.24%。

单季度业绩均维持较快增速。分季度看，白酒板块上半年单季度业绩增速均实现了较快增长。2021Q1，白酒板块分别实现营业总收入与归母净利润 948.68 亿元与 355.11 亿元，分别同比增长 22.38%与 17.62%；2021Q2 分别实现营业总收入与归母净利润 641.30 亿元与 222.80 亿元，分别同比增长 19.35%与 25.81%。

图 5: 白酒行业营业总收入与增速 (亿元, %)

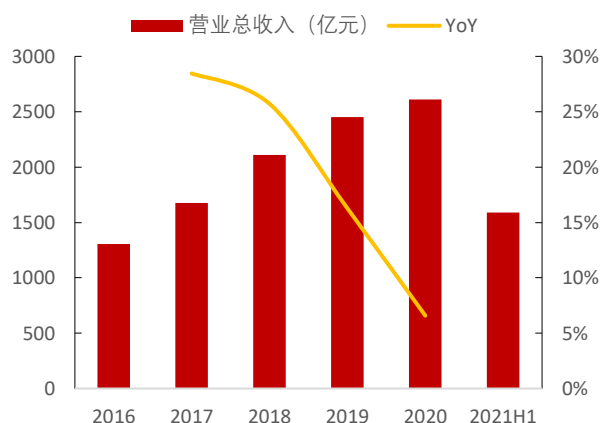
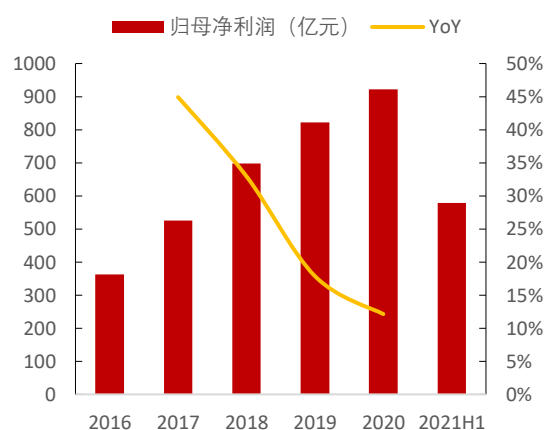


图 6: 白酒行业归母净利润与增速 (亿元, %)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：2021H1 白酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	948.68	22.38%	355.11	17.62%
2021Q2	641.30	19.35%	222.80	25.81%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

高端白酒确定性强，次高端白酒实现弹性增长。在白酒层级中，高端白酒确定性最强，去年受疫情影响相对较小，业绩增长稳健。2021H1，高端白酒实现营业总收入 967.90 亿元，同比增长 15.18%；与 2019H1 相比，营收的年均复合增速为 12.60%；实现归母净利润 420.81 亿元，同比增长 14.73%，与 2019H1 相比，归母净利润的年均复合增速为 14.61%。其中，贵州茅台上半年营业总收入与归母净利润的增速分别为 11.15%与 9.08%，Q2 业绩环比改善。五粮液 Q2 的业绩在高端白酒中增速最高，Q2 营收与归母净利润增速的分别为 18.02%与 23.03%。泸州老窖 Q2 的营收增速为 5.67%，增速环比放缓，而归母净利润实现 36.10%的增长，主要系公司 Q2 的营业成本、税金与销售费用减少所致。次高端白酒去年上半年受疫情影响较大，基于去年的低基数，今年上半年业绩实现弹性增长。2021H1，次高端白酒分别实现营业总收入与归母净利润 336.04 亿元与 108.28 亿元，分别同比增长 46.87%与 45.20%；与 2019H1 相比，次高端白酒营收与归母净利润的年均复合增速为 13.70%与 20.54%。其中，山西汾酒、酒鬼酒与舍得酒业的业绩均超市场预期。水井坊二季度业绩较 2019 年同期出现下滑，主要是公司高端产品推广不及预期，且公司在二季度宣传高端产品时产生了大量费用所致。洋河股份的渠道梳理已进入尾声，改革成效逐步显现。公司 2021Q1 营收与归母净利润增速分别增加 13.51%与下降 3.49%；2021Q2 营业收入与归母净利润增速分别同比增长 20.74%与 28.61%，业绩环比改善。相比而言，中端白酒与大众白酒的营收复苏弹性较 2019 年同期相对有限。

表 3：2021H1 白酒板块上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021H1 营业总收入	2021H1		单季度：2021Q1		单季度：2021Q2	
			同比增速	相比 2019 增速	同比增速	相比 2019 增速	同比增速	相比 2019 增速
高端白酒	贵州茅台	507.22	11.15%	10.99%	10.93%	11.73%	11.41%	10.10%
	五粮液	367.52	19.45%	16.34%	20.19%	17.60%	18.02%	14.01%
	泸州老窖	93.17	22.04%	7.83%	40.85%	9.55%	5.67%	5.93%
高端白酒合计		967.90	15.18%	12.60%	16.91%	13.90%	12.73%	10.79%
次高端白酒	山西汾酒	121.19	75.64%	37.85%	77.11%	34.42%	73.43%	43.65%
	洋河股份	155.43	15.75%	-1.43%	13.51%	-1.71%	20.74%	-0.84%
	水井坊	18.37	128.44%	4.26%	70.17%	15.49%	691.54%	-11.39%
	酒鬼酒	17.14	137.31%	55.48%	190.36%	61.94%	96.82%	49.06%
	舍得酒业	23.91	133.09%	39.97%	154.21%	21.40%	119.34%	61.44%
次高端白酒合计		336.04	46.87%	13.70%	41.55%	11.48%	56.68%	17.72%
中端白酒	今世缘	38.52	32.20%	12.26%	35.34%	10.72%	27.32%	14.94%
	古井贡酒	70.08	26.96%	8.18%	25.86%	6.10%	28.56%	11.38%

	口子窖	22.43	42.90%	-3.71%	50.90%	-7.19%	35.05%	0.59%
中端白酒合计		131.03	30.98%	6.91%	32.09%	4.99%	29.45%	9.83%
大众白酒	顺鑫农业	91.91	-3.46%	4.50%	-0.70%	7.29%	-7.26%	0.75%
	老白干酒	16.52	10.61%	-8.19%	-0.26%	-18.98%	21.77%	5.24%
	迎驾贡酒	20.86	52.46%	5.27%	48.90%	-0.52%	57.07%	13.97%
	伊力特	10.31	29.85%	4.69%	255.34%	2.47%	-24.07%	7.35%
	金徽酒	9.72	36.59%	9.21%	48.43%	-0.55%	25.60%	24.14%
	金种子酒	5.45	32.98%	3.73%	52.12%	1.00%	15.85%	7.25%
	皇台酒业	0.25	-35.82%	22.89%	41.76%	29.92%	-56.97%	17.52%
大众白酒合计		155.01	8.13%	3.27%	12.87%	2.03%	2.55%	1.27%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：2021H1 白酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2021H1 归母净利润	2021H1		单季度：2021Q1		单季度：2021Q2	
			同比增速	相比 2019 增速	同比增速	相比 2019 增速	同比增速	相比 2019 增速
高端白酒	贵州茅台	246.54	9.08%	11.16%	6.57%	11.51%	12.53%	10.71%
	五粮液	132.00	21.60%	18.91%	21.02%	20.00%	23.03%	16.42%
	泸州老窖	42.26	31.23%	23.97%	26.92%	19.61%	36.10%	29.13%
高端白酒合计		420.81	14.73%	14.61%	13.06%	15.09%	17.38%	13.89%
次高端白酒	山西汾酒	35.44	120.80%	72.56%	78.16%	57.70%	258.21%	108.67%
	洋河股份	56.61	4.82%	0.71%	-3.49%	-1.99%	28.61%	7.35%
	水井坊	3.77	266.02%	5.40%	119.66%	38.53%	52.04%	—
	酒鬼酒	5.10	176.55%	80.97%	178.86%	92.03%	174.04%	70.72%
	舍得酒业	7.35	347.94%	99.16%	1031.14%	73.27%	215.34%	126.03%
次高端白酒合计		108.28	45.20%	20.54%	26.87%	15.31%	97.94%	32.45%
中端白酒	今世缘	13.35	30.92%	11.57%	38.78%	12.06%	20.52%	10.83%
	古井贡酒	13.79	34.52%	5.10%	27.90%	1.96%	45.39%	10.17%
	口子窖	6.87	41.35%	-12.35%	72.73%	-12.19%	9.95%	-12.60%
中端白酒合计		34.01	34.38%	2.84%	39.69%	1.76%	27.14%	4.52%
大众白酒	顺鑫农业	4.76	-13.27%	-14.32%	5.73%	-6.68%	-47.58%	-31.66%
	老白干酒	1.24	6.10%	-19.91%	-14.59%	-30.87%	32.49%	-5.54%
	迎驾贡酒	5.91	77.63%	15.32%	58.45%	2.21%	122.31%	55.95%
	伊力特	2.12	45.04%	2.52%	1476.14%	-6.19%	-41.53%	24.02%
	金徽酒	1.87	55.89%	17.83%	99.36%	2.79%	15.59%	67.14%
	金种子酒	-0.98	-79.76%	—	-85.62%	—	-74.32%	—
	皇台酒业	-0.12	-500.00%	—	33.02%	—	-182.40%	—
大众白酒合计		14.81	22.03%	-3.03%	44.81%	-7.56%	-7.50%	21.74%

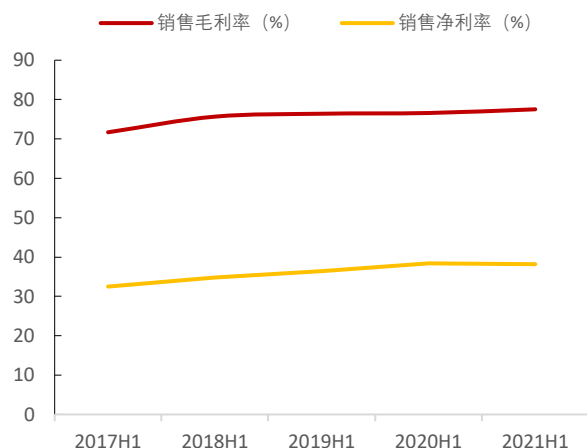
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 白酒板块上半年毛利率同比提升

白酒板块上半年毛利率同比提升，净利率微幅下降。2021H1，白酒板块的毛利率为 77.53%，同比增加 0.94 个百分点，主要受益于高端白酒与次高端白酒产品结构的升

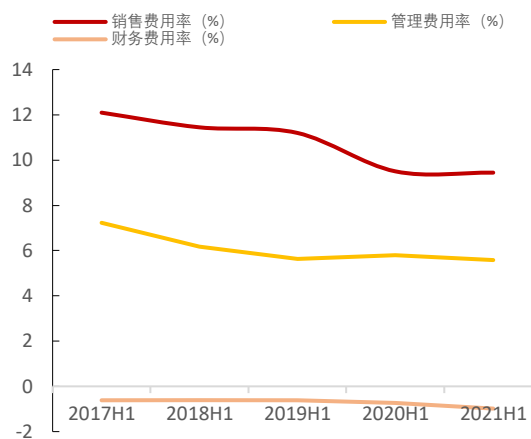
级。从费用端来看，2021H1 白酒板块的销售费用率为 9.44%，与去年同期基本持平；管理费用率为 5.58%，同比减少 0.22 个百分点；财务费用率为-0.98%，同比减少 0.25 个百分点。今年上半年白酒板块净利率为 38.22%，同比下降 0.16 个百分点，主要是税金大幅增加所致。

图 7：白酒板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：白酒板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

上半年次高端白酒毛利率提升幅度最大。2021H1，高端白酒毛利率为 84.48%，同比增加 0.23 个百分点；净利率为 46.57%，同比下降 0.21 个百分点。高端白酒上半年净利率下降主要受贵州茅台影响。贵州茅台上半年系列酒增速较快，使公司整体的毛利率下滑 0.08 个百分点。此外，消费税金的增加拖累了公司整体净利率水平。次高端白酒受益于产品结构的优化升级，上半年毛利率为 75.79%，同比增加 2.41 个百分点，提升幅度在所有层级酒类中最大。而次高端白酒上半年净利率同比下降 0.30 个百分点，主要是洋河股份的投资与公允价值变动所致。受产品结构、期间费用与税金等因素影响，中端白酒与大众白酒各公司的盈利能力表现不一。

表 5：2021H1 白酒板块上市公司盈利能力（%）

白酒层级	公司名称	2021H1 毛利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 净利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 期间费用率 (%)	同比变动 (%)
高端白酒	贵州茅台	91.38	-0.08	53.39	-1.05	9.03	-0.26
	五粮液	74.96	0.42	37.67	0.71	11.72	-0.62
	泸州老窖	85.67	3.83	45.79	3.55	16.44	-1.84
高端白酒合计		84.48	0.23	46.57	-0.21	12.40	-0.91
次高端白酒	山西汾酒	74.99	3.29	29.53	6.11	20.43	-5.71
	洋河股份	74.43	1.22	36.45	-3.77	14.85	-1.11
	水井坊	84.54	2.17	20.54	7.72	39.87	-11.62
	酒鬼酒	80.24	0.16	29.78	4.23	25.46	-5.27
	舍得酒业	78.78	3.78	31.35	14.52	24.23	-14.43
次高端白酒合计		75.79	2.41	32.38	-0.30	24.97	-7.62
中端白酒	今世缘	70.58	1.14	34.66	-0.34	12.44	0.90

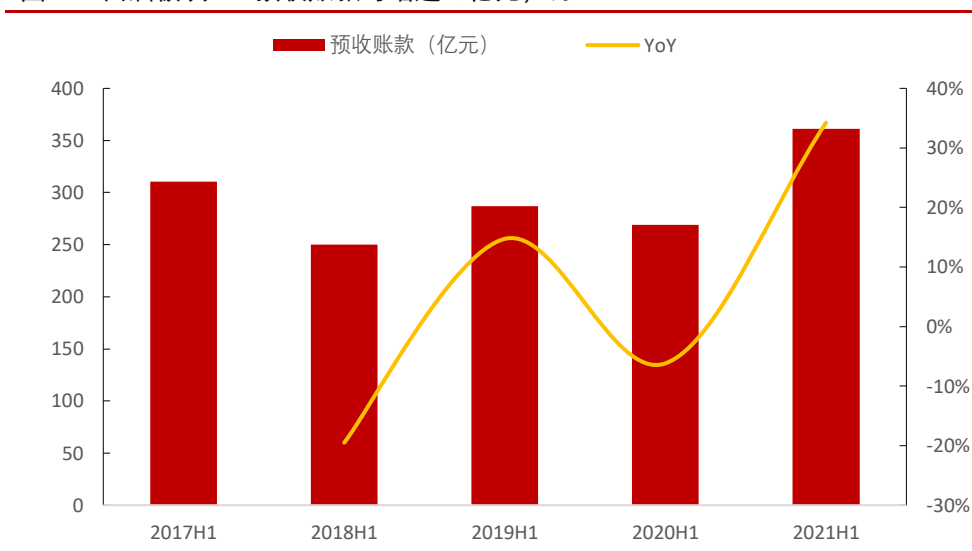
	古井贡酒	76.40	0.20	20.27	2.04	34.92	-0.60
	口子窖	74.76	-1.51	30.65	-0.34	19.89	-2.60
中端白酒合计		74.41	0.17	26.28	1.16	22.42	-0.77
大众白酒	顺鑫农业	27.46	-1.78	5.26	-0.58	10.63	-2.05
	老白干酒	67.62	3.77	7.49	-0.38	43.07	3.35
	迎驾贡酒	65.90	-0.99	28.46	4.04	14.74	-7.32
	伊力特	56.91	6.59	21.08	2.82	10.49	2.60
	金徽酒	65.68	4.37	19.28	2.39	27.33	0.46
	金种子酒	25.62	-3.52	-17.89	-4.83	33.35	-7.81
	皇台酒业	59.78	-14.37	-47.82	-55.49	93.21	43.89
大众白酒合计		41.25	1.94	9.65	1.12	33.26	4.73

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

2.3 白酒板块上半年预收账款回暖

白酒板块上半年预收账款回暖明显。2021H1, 白酒板块实现预收账款 361.34 亿元, 同比增长 34.24%; 与 2019H1 相比, 预收账款的年均复合增速为 12.23%。随着疫情影响释放, 渠道销售逐步恢复常态, 经销商打款积极性提高, 白酒板块的预收账款在去年上半年低基数的基础上明显回暖。今年上半年, 除贵州茅台与顺鑫农业 2 家上市公司外, 其余公司的预收账款均有所增加。与 2019H1 相比, 仅贵州茅台、口子窖与顺鑫农业的预收账款增速为负。贵州茅台上半年预收账款增速出现下滑, 主要是公司大力发展直营渠道, 使直销渠道占比提高, 传统经销渠道占比下降所致。

图 9: 白酒板块 H1 预收账款与增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 6: 2021H1 白酒板块上市公司预收账款情况 (亿元, %)

白酒层级	公司名称	2021H1 预收账款 (亿元)	2021H1	
			同比增速 (%)	相比 2019H1 增速 (%)
高端白酒	贵州茅台	92.44	-2.32%	-13.16%
	五粮液	63.41	75.21%	20.68%
	泸州老窖	14.08	139.35%	0.57%

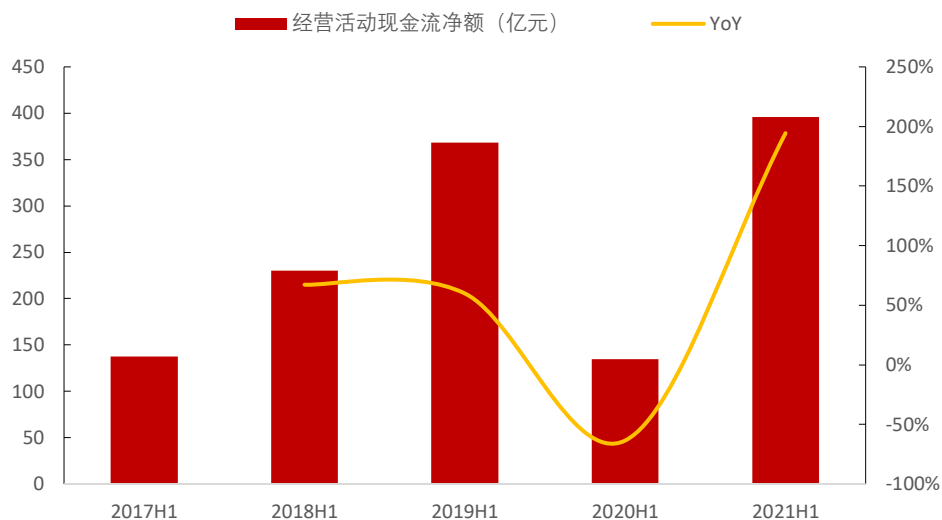
次高端白酒	山西汾酒	32.59	51.96%	48.35%
	洋河股份	55.17	39.74%	76.08%
	水井坊	6.39	26.69%	227.71%
	酒鬼酒	8.73	307.57%	242.32%
	舍得酒业	3.72	141.78%	72.05%
中端白酒	今世缘	6.48	84.13%	45.21%
	古井贡酒	22.14	204.34%	106.90%
	口子窖	4.96	14.42%	-1.86%
大众白酒	顺鑫农业	29.94	-15.94%	-22.27%
	老白干酒	12.86	107.71%	97.49%
	迎驾贡酒	3.99	23.56%	36.71%
	伊力特	1.12	372.63%	25.60%
	金徽酒	1.94	33.13%	17.65%
	金种子酒	1.38	44.12%	8.56%
	皇台酒业	0.03	347.54%	41.68%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 白酒板块上半年经营活动现金流改善

上半年白酒经营活动现金流同比改善，单季度增速环比增加。2021H1，白酒板块实现经营活动现金流净额 395.70 亿元，同比增长 194.34%；与 2019H1 相比，经营活动现金流的年均复合增速为 3.63%。随着餐饮、礼赠等消费场景恢复常态，白酒的经营活动现金流持续回暖。单季度看，今年一季度白酒的经营活动现金流净额由负转正，恢复至 2019 年同期 75%左右的水平。2021Q2，白酒板块的经营活动现金流净额同比增长 131.85%，与 2019 年同期相比增长 17.30%，经营活动现金流单季度增速环比向好。在白酒的上市公司中，今年上半年仅古井贡酒、顺鑫农业、伊力特、金种子酒和皇台酒业 5 家公司经营活动现金流同比下降。单季度看，水井坊二季度购买商品、接受劳务支付的现金以及各项税费增加，使公司 Q2 的经营活动现金流增速下降 17.96%。舍得酒业 Q2 经营活动现金流同比增加 3663.23%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致。

图 10：白酒板块 H1 经营活动现金流与增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 7: 2021H1 白酒板块经营活动现金流单季度表现 (亿元, %)

	经营活动现金流净额 (亿元)	同比增速 (%)	与 2019 年相比增速 (%)
2021Q1	76.37	—	-25.16%
2021Q2	319.34	131.85%	17.30%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

表 8: 2021H1 白酒板块上市公司经营活动现金流净额情况 (亿元, %)

白酒层级	公司名称	2021H1 经营活动现 金流净额	2021H1		单季度: 2021Q1		单季度: 2021Q2	
			同比增 速	相比 2019 增速	同比增速	相比 2019 增速	同比增速	相比 2019 增速
高端白酒	贵州茅台	217.19	72.09%	-5.04%	-164.47%	—	124.90%	0.67%
	五粮液	87.07	645.42%	2.02%	—	-16.66%	35.11%	170.00%
	泸州老窖	27.38	275.71%	26.66%	—	52.81%	36.66%	11.65%
次高端白酒	山西汾酒	21.59	76.24%	12.99%	95.22%	-68.64%	74.06%	—
	洋河股份	20.93	—	—	—	387.26%	65.63%	—
	水井坊	2.78	—	-25.74%	653.79%	57.64%	-17.96%	—
	酒鬼酒	6.79	191.01%	135.80%	—	—	72.40%	94.55%
	舍得酒业	8.72	—	—	—	—	3663.23%	—
中端白酒	今世缘	11.61	—	97.20%	—	—	198.25%	33.39%
	古井贡酒	2.64	-88.73%	-49.66%	-184.14%	—	130.98%	626.46%
	口子窖	-2.53	34.64%	—	7.45%	—	—	-61.28%
大众白酒	顺鑫农业	-14.68	— 101.48%	-199.23%	-40.50%	—	-302.81%	—
	老白干酒	5.07	—	—	—	—	104.98%	—
	迎驾贡酒	2.46	—	—	—	—	—	—
	伊力特	-0.06	— 116.62%	47.19%	89.99%	—	-93.31%	—
	金徽酒	0.85	267.88%	-36.39%	56.90%	—	19.73%	60.59%
	金种子酒	-1.97	-59.19%	-5.26%	-50.68%	—	-83.96%	—
	皇台酒业	-0.14	-80.26%	-7.03%	—	116.22%	-273.04%	—

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.5 白酒重点公司梳理

（1）贵州茅台

公司 Q2 业绩环比改善。公司 2021H1 分别实现营业总收入与归母净利润 507.22 亿元与 246.54 亿元，分别同比增长 11.15%与 9.08%。单季度看，公司 2021Q2 营业总收入同比增长 11.41%；与 2019Q2 相比，公司营业总收入的年均复合增速为 10.10%。2021Q2 归母净利润同比增长 12.54%；与 2019Q2 相比，公司归母净利润的年均复合增速为 10.71%。公司 Q2 业绩环比改善，业绩基本符合预期。

系列酒放量，直销渠道加速推进。产品端，2021 年上半年，公司茅台酒保持稳增态势，系列酒持续放量。茅台酒 2021H1 实现营收 429.49 亿元，同比增长 9.39%；系列酒实现营收 60.60 亿元，同比增长 30.32%。渠道端，公司在传统渠道的基础上，加速直销渠道的发展。2021H1，公司批发代理实现营收 395.05 亿元，同比增长 1.92%；直销渠道实现营收 95.04 亿元，同比增长 84.44%。

（2）五粮液

Q2 业绩延续稳健增长。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 367.52 亿元与 132.00 亿元，分别同比增长 19.45%与 21.60%，上半年业绩符合预期。单季度看，公司 2021Q2 实现营业收入 124.27 亿元，同比增长 18.03%；实现归母净利润 38.77 亿元，同比增长 23.04%。公司 Q2 单季度业绩在高端白酒中增速最快。

强化五粮液主品牌，发展团购渠道。产品方面，公司上半年持续强化八代普五核心大单品的地位，普五动销超市场预期。与此同时，公司重点打造超高端产品经典五粮液，经典五粮液有望在十四五末成为除普五外的另一大核心单品。渠道方面，公司大力发展团购渠道。目前，公司的团购渠道占比在 20%左右，预计今年团购渠道占比将达到 35%，进而推动产品吨价进一步上行。

（3）泸州老窖

成本费用下行驱动公司 Q2 利润释放。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 93.17 亿元与 42.26 亿元，分别同比增长 22.04%与 31.23%。单季度看，公司 Q2 实现营业收入 43.13 亿元，同比增长 5.65%；实现归母净利润 20.60 亿元，同比增长 36.10%。公司 Q2 营收增速环比放缓，归母净利润增速实现较快增长主要系公司的营业成本、税金与销售费用减少所致。

国窖势能向上，经销商结构持续优化。公司目前聚焦国窖与老窖双品牌战略。其中，国窖 1573 引领品牌高度，高端势能持续释放。2021H1，公司中高档酒实现营业收入 82.18 亿元，同比增长 23.45%；营业收入占比为 88.21%，同比增加 1.01 个百分点。在致力于产品结构升级的同时，公司上半年持续优化清理经销商。2021H1，公司共减少 148 家国内经销商，经销商数量同比下降 11.05%。

(4) 山西汾酒

公司 Q2 业绩延续高弹性增长。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 121.19 亿元与 35.44 亿元，分别同比增长 75.51%与 117.54%。单季度看，公司 Q1 营业收入与归母净利润分别同比增长 77.11%与 78.16%，实现了开门红。Q2 营业收入与归母净利润分别同比增长 73.44%与 239.43%。与 2019Q2 相比，公司的营业收入与归母净利润的年均复合增速分别为 43.64%与 108.60%。公司 Q2 业绩在去年低基数的基础上实现了高弹性增长，归母净利润增速超市场预期。

青花引领结构升级，省外市场进一步扩张。目前，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，持续巩固提升青花汾酒的优势。2021H1，汾酒实现营业收入 110.34 亿元，同比增长 76.07%。分区域看，公司深化“1357+10”的市场布局，在发展省内业务的基础上，积极开拓省外市场，对长三角、珠三角经济带市场进行深度拓展。2021H1，省外市场为公司贡献 72.94 亿元的营收，同比增长 96.92%。

(5) 洋河股份

Q2 业绩增速环比改善。2021H1，公司实现营业收入 155.43 亿元，同比增长 15.75%；实现归母净利润 56.61 亿元，同比增长 4.82%；实现扣非后归母净利润 51.58 亿元，同比增长 21.13%。单季度看，公司 2021Q1 营收与归母净利润增速分别增加 13.51%与下降 3.49%，Q2 营业收入与归母净利润增速分别同比增长 20.75%与 28.59%，业绩增速环比改善。

改革调整稳步推进，成效逐步显现。公司目前的产品结构调整较为理想。高端产品梦之蓝 M6+已完成全国化推广，基本实现了对 M6 的替代；水晶版 M3 正逐步替代 M3；M9 有望在后续进行升级。渠道方面，公司 2019 年以来进行营销调整转型，实施“一商为主，多商配合”的渠道改革发展战略，逐步清理优化经销商结构。2020 年，公司省内外经销商共减少 1097 个。从目前情况来看，渠道顺理已步入尾声。2021H1，公司经销商增加 112 个，产品渠道库存降到 1-2 个月，经销商利润有所提高。

(6) 舍得酒业

公司 Q2 业绩实现高增长。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 23.91 亿元与 7.35 亿元，分别同比增长 133.09%与 347.94%。单季度看，公司 2021Q2 实现营业收入 13.63 亿元，同比增长 119.13%；实现归母净利润 4.34 亿元，同比增长 214.49%。与 2019Q2 相比，公司的营业收入与归母净利润的年均复合增速分别为 61.43%与 125.96%。今年以来，随着市场需求回暖，公司业绩强势反弹。

聚焦双品牌战略，全国布局稳步推进。分品类看，公司坚持以“舍得”为核心、以“沱牌”为重点的双品牌战略。在消费市场回暖的背景下，公司上半年中高档酒实现营业收入 18.77 亿元，同比增长 149.01%；低档酒实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 235.52%。分地区看，省外市场是公司业绩的主要增长点，省内市场加速扩张。2021H1，公司省外市场实现营业收入 14.37 亿元，同比增长 146.03%；省内市场实现营业收入 5.77 亿元，同比增长 174.63%。

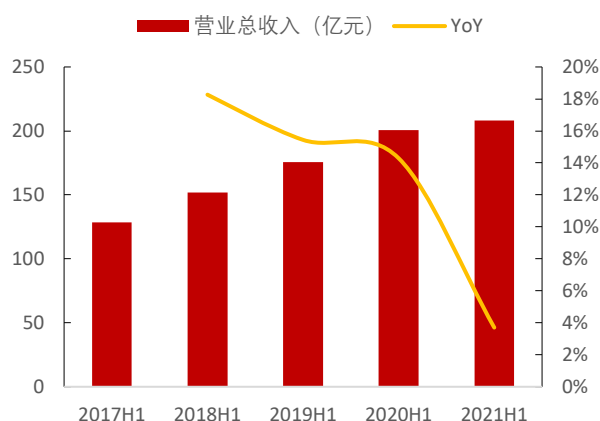
3. 调味品板块：多因素扰动，二季度业绩承压

3.1 调味品板块二季度业绩承压

调味品板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润增速为负。2021H1，调味品板块（SW 调味品共 12 家样本公司，下同）实现营业总收入 208.04 亿元，同比增长 3.70%；实现归属于母公司股东的净利润 41.73 亿元，同比下降 8.24%。

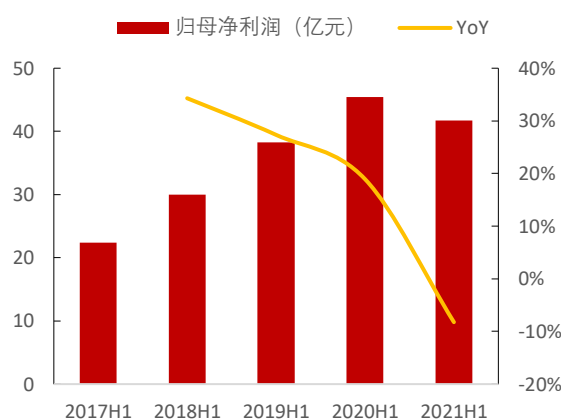
板块二季度业绩承压。分季度看，调味品板块 2021Q1 分别实现营业总收入与归母净利润 116.36 亿元与 24.88 亿元，分别同比增长 21.33%与 14.13%；2021Q2 分别实现营业总收入与归母净利润 91.68 亿元与 16.85 亿元，分别同比下降 12.44%与 28.83%。板块二季度业绩承压主要受三方面的扰动。（1）**去年二季度基数高，今年以消化库存为主。**受疫情影响，调味品板块在去年二季度渠道加速补库存与零售端需求增加的共同作用下，业绩实现了较快增长。今年以来，随着疫情影响逐步释放，经销商与居家囤货的因素消退，调味品主要以去库存为主。基于去年的高基数，板块 Q2 业绩承压。（2）**成本上行，利润端承压。**今年以来，大豆、豆粕、玻璃等原材料价格波动上行，目前价格维持在高位水平。在成本上涨的背景下，调味品 Q2 利润承压。（3）**社区团购的冲击。**社区团购作为一种新兴的渠道模式，影响了经销商原有的加价体系，一定程度上分流了商超的客群，使板块业绩受到一定冲击。

图 11：调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 9：2021H1 调味品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	116.36	21.33	24.88	14.13
2021Q2	91.68	-12.44	16.85	-28.83

资料来源：Wind，东莞证券研究所

受成本上涨等因素影响，Q2 板块内公司的归母净利润下降幅度大于营业总收入。收入端，基于去年二季度的高基数，除恒顺醋业外，以基础调味品为主的龙头企业 2021Q2 营收增速均出现了下滑。海天味业 Q2 营收同比下滑 9.39%，中炬高新 Q2 营收同比下

滑 24.85%。利润端，行业上半年通过加大促销与宣传力度的方式消化库存，叠加原材料成本上行，板块内公司的利润下降幅度大于收入。海天与中炬高新 Q2 的归母净利润增速分别为-14.68%与-57.86%。千禾味业 Q2 归母净利润增速下滑 70.07%，主要系公司在报告期内为强化品牌建设，加大广告宣传投放力度所致。复合调味品龙头天味食品在去年二季度高基数的基础上，Q2 营收同比下滑 15.41%；原材料价格上涨、促销活动增加使公司 Q2 归母净利润同比下降 103.68%。

表 10：2021H1 调味品板块上市公司业绩情况（亿元，%）

公司名称	2021H1 营业收入	同比增速	2021H1 归母净利润	同比增速	2021Q1 营业总收入增速	2021Q1 归母净利润增速	2021Q2 营业总收入增速	2021Q2 归母净利润增速
海天味业	123.32	6.36%	33.53	3.07%	21.65%	21.13%	-9.39%	-14.68%
中炬高新	23.16	-9.33%	2.80	-38.51%	9.51%	-15.17%	-24.85%	-57.86%
千禾味业	8.86	10.82%	0.66	-58.09%	32.91%	-43.34%	-7.24%	-70.07%
恒顺醋业	10.35	8.59%	1.27	-14.62%	10.98%	3.89%	6.30%	-33.78%
天味食品	10.17	10.62%	0.76	-62.12%	56.21%	4.13%	-15.41%	-103.68%
佳隆股份	1.52	85.92%	0.18	—	96.36%	—	79.16%	—
加加食品	8.42	-27.19%	0.19	-82.23%	3.57%	-13.39%	-49.98%	-142.85%
仲景食品	3.93	12.34%	0.69	7.13%	26.11%	40.53%	0.15%	-19.81%
莲花健康	8.51	8.70%	0.29	-8.22%	40.19%	-11.26%	-10.42%	-6.26%
星湖科技	5.81	-0.71%	0.76	-9.11%	6.01%	7.38%	-7.17%	-19.45%
安记食品	2.55	42.91%	0.27	12.61%	69.29%	26.52%	22.85%	1.22%
日辰股份	1.45	35.74%	0.34	-5.35%	51.54%	-0.34%	23.91%	-8.83%

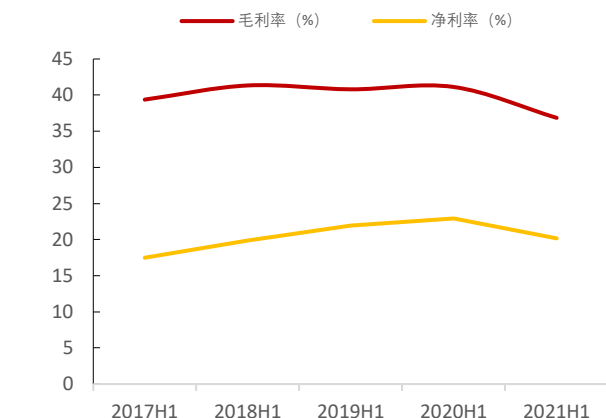
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 调味品板块上半年盈利能力下降

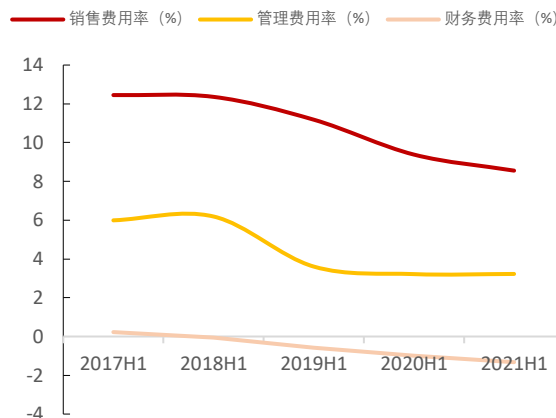
上半年调味品板块盈利能力下降。2021H1，调味品板块的毛利率为 36.85%，同比下降 4.27 个百分点。毛利率出现下滑主要是原材料成本上涨所致。从费用端来看，2021H1 调味品板块的销售费用率为 8.56%，同比减少 0.83 个百分点；管理费用率为 3.23%，同比增加 0.01 个百分点；财务费用率为-1.32%，同比减少 0.34 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，调味品板块上半年的净利率为 20.18%，同比下降 2.74 个百分点。在调味品上市公司中，除佳隆股份上半年的毛利率与净利率同比有所增加之外，其余公司的毛利率与净利率均出现不同程度的下滑。龙头海天味业上半年的毛利率为 39.31%，同比下滑 3.63 个百分点，主要受原材料成本上涨影响。相比其他公司而言，海天的费用把控力度较好，净利率下滑幅度较小。2021H1，海天味业的净利率为 27.21%，同比下降 0.88 个百分点。中炬高新与千禾味业上半年的毛利率分别同比下降 4.84 与 7.52 个百分点。千禾味业由于上半年加大了广告宣传的投放力度，2021H1 净利率同比下降 12.22 个百分点。复合调味品龙头天味食品在原料价格上涨与低毛利定制餐调占比提高的共同作用下，上半年毛利率下滑 8.12 个百分点。

图 13：调味品板块毛利率与净利率（%）

图 14：调味品板块期间费用率（%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 11: 2021H1 调味品板块上市公司盈利能力 (%)

公司名称	2021H1 毛利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 净利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 期间费用率 (%)	同比变动 (%)
海天味业	39.31	-3.63	27.21	-0.88	7.52	-2.25
中炬高新	37.71	-4.84	13.02	-6.43	21.98	2.07
千禾味业	42.21	-7.52	7.43	-12.22	32.50	5.93
恒顺醋业	38.17	-2.65	12.35	-3.68	23.55	0.90
天味食品	34.27	-8.12	7.44	-14.29	25.93	7.33
佳隆股份	36.51	4.01	12.00	27.34	17.76	-26.34
加加食品	23.37	-8.32	2.27	-7.02	19.47	0.81
仲景食品	40.83	-1.50	17.59	-0.85	23.65	2.11
莲花健康	14.66	-5.46	3.46	-0.86	9.61	-4.74
星湖科技	28.93	-7.08	13.08	-1.21	17.34	-3.37
安记食品	22.90	-4.27	10.51	-2.83	12.03	-1.29
日辰股份	44.17	-4.40	23.37	-10.14	19.08	9.12

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3.3 调味品重点公司梳理

(1) 海天味业

基于去年高基数, 公司 Q2 业绩承压。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 123.32 亿元与 33.53 亿元, 分别同比增长 6.36%与 3.07%。单季度看, 公司 2021Q2 实现营业收入 51.74 亿元, 同比下降 9.40%; 实现归母净利润 13.99 亿元, 同比下降 14.70%。今年以来, 随着疫情影响逐步释放, 经销商与居家囤货的因素消退, 行业主要以去库存为主。基于去年高基数, 公司 Q2 业绩承压。

多品类齐头并进, 深耕国内县级市场。分品类看, 酱油是公司目前第一大品类, 蚝油、调味酱业务分别是公司的第二大品类与第三大品类。上半年, 公司各项业务实现了稳健增长。2021H1, 公司的酱油业务同比增长 5.84%。蚝油与调味酱业务营收分别同比增长 6.62%与 6.96%。分渠道看, 公司积极进行渠道布局, 深耕县级市场。目前, 公司的渠道网络已覆盖全国 31 个省级行政区域, 涵盖 300 多个地级市与 2000 多个县份

市场，产品遍布全国各大连锁超市、城乡便利店、零售店，并出口全球 80 多个国家和地区。

（2）中炬高新

公司上半年经营承压，鸡精受益于餐饮实现正增长。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 23.16 亿元与 2.80 亿元，分别同比下降 9.33%与 38.51%。受成本等多因素扰动，2021Q2 公司实现营收 10.53 亿元，同比下降 24.85%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比下降 57.86%。分品类看，受益于餐饮复苏回暖，鸡精营收同比增长 11.60%，而酱油、食用油、其他品类分别同比下降 28.20%、56.50%与 22.70%。

渠道布局持续优化。公司近几年加大对经销商的调整，目前已取得一定成效。截至 2021H1，公司的渠道库存维持在 1.5 个月左右。针对公司的实际经营情况，公司下半年制定了稳定 KA、发展 BC、提振二批、攻坚餐饮、健康发展线上渠道的方针，渠道布局持续优化。

（3）千禾味业

公司 Q2 业绩承压。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 8.86 亿元与 0.66 亿元，分别同比增长 10.82%与下降 58.09%。单季度看，2021Q2 公司实现营业收入 4.08 亿元，同比下降 7.24%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比下降 70.08%。在成本上涨的背景下，基于去年同期高基数，公司业绩承压。

聚焦零添加产品，积极拥抱新渠道。公司产品定位中高端，主打零添加高端酱油，实行差异化战略。受多方因素扰动，公司 Q2 酱油与食醋的营业收入分别同比下降 8.20%与 17.92%。目前，公司积极拥抱新渠道。今年 6 月，公司将社区团购优化整合到电商业务中，并尝试直播带货等模式，提高公司的品牌影响力。

（4）恒顺醋业

Q2 营收增速放缓，食醋业务保持稳健增长。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 10.35 亿元与 1.27 亿元，分别同比增长 8.59%与下降 14.62%。单季度看，2021Q2 公司实现营业收入 5.18 亿元，同比增长 6.30%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比下降 33.79%。分品类看，食醋业务保持稳健增长，Q2 实现营收 3.85 亿元，同比增长 9.94%；料酒实现营收 0.60 亿元，同比下降 12.14%。

公司激励计划有望激发增长潜力。今年 5 月，公司已基本完成新董事会的搭建，并加速优秀人才的引进。公司 6 月调整了销售团队半年度任务完成的考核方式，使员工的积极性有所提高，单月销售额实现快速增长。此外，公司此前发布回购计划用于股权激励，预计公司出台的一系列激励举措，将一定程度上激发公司的增长潜力。

（5）天味食品

公司 Q2 业绩承压。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 10.16 亿元与 0.76 亿元，分别同比增长 10.62%与下降 62.12%。单季度看，受去年高基数影响，2021Q2 公司实现营业收入 4.95 亿元，同比下降 15.41%。与此同时，公司加大促销与激励力

度，费用有所增加，使利润端承压。2021Q2，公司实现归母净利润-0.04 亿元，同比下降 103.68%。

上半年定制餐调实现快增。公司目前形成了以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅的营销架构，定制餐调上半年营收实现了快增。2021H1，公司的经销商渠道实现营业收入 8.14 亿元，同比增长 1.19%；定制餐调实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 328.17%。

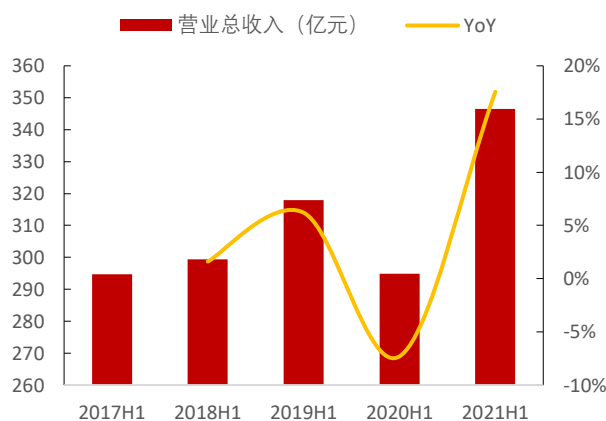
4. 啤酒板块：二季度业绩承压，高端化推动盈利能力上行

4.1 啤酒板块二季度业绩承压

啤酒板块上半年营收与归母净利润均实现双位数增长。2021H1，啤酒板块（SW 啤酒共 7 家样本公司，下同）实现营业总收入 346.56 亿元，同比增长 17.56%；实现归属于母公司股东的净利润 36.39 亿元，同比增长 22.42%。

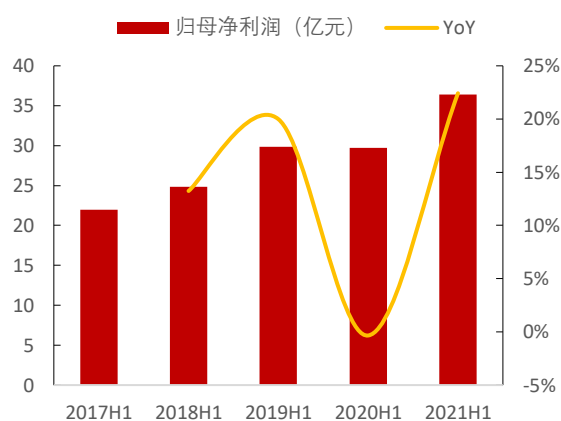
高基数下板块二季度业绩承压，营收实现个位数增长，归母净利润实现负增长。分季度看，啤酒去年一季度受疫情影响较大，基于去年一季度的低基数，啤酒板块 2021Q1 分别实现营业总收入与归母净利润 160.68 亿元与 12.77 亿元，分别同比增长 44.06%与 218.24%。2021Q2，啤酒板块分别实现营业总收入与归母净利润 185.88 亿元与 23.62 亿元，分别同比增长 1.43%与下降 8.14%。啤酒板块二季度业绩承压主要是：（1）为应对疫情产生的冲击，行业中的公司在去年二季度主要采取压货冲销量的方式缓解经营压力，行业在去年二季度的销量处于较高水平。在去年高基数的基础上，今年 Q2 业绩增速明显放缓。（2）今年以来，大麦、玻璃、铝锭等啤酒原材料价格持续走高，成本上涨使啤酒板块利润承压。

图 15：啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 12：2021H1 啤酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	160.68	44.06%	12.77	218.24%
2021Q2	185.88	1.43%	23.62	-8.14%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

在啤酒板块的上市公司中，青岛啤酒 2021Q2 基于去年二季度的高基数，今年 Q2 营收增速为-0.24%。由于公司的广告宣传主要集中在一季度投放，公司二季度的费用结构环比有所改善，Q2 归母净利润增速为 5.75%。重庆啤酒二季度营收同比增加 10.06%，但归母净利润同比下降 35.17%，主要是公司在推进高端化过程中费用支出大幅增加、成本上涨、税金及附加增加所致。

表 13：2021H1 啤酒板块上市公司业绩情况（亿元，%）

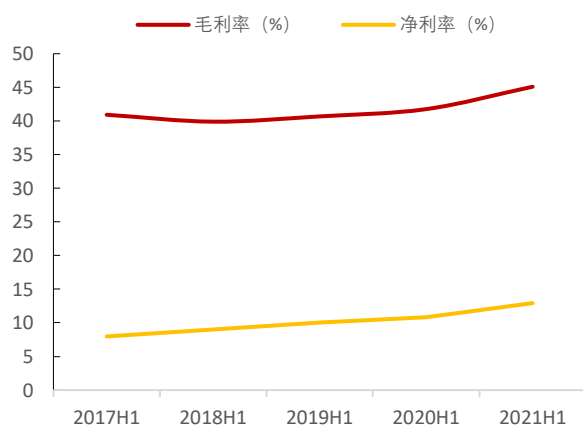
公司名称	2021H1 营业收入	同比增速	2021H1 归母净利润	同比增速	2021Q1 营业总收入增速	2021Q1 归母净利润增速	2021Q2 营业总收入增速	2021Q2 归母净利润增速
青岛啤酒	182.91	16.66%	24.16	30.22%	41.87%	90.25%	-0.24%	5.75%
重庆啤酒	71.39	27.51%	6.22	-3.34%	56.90%	111.65%	10.06%	-35.17%
燕京啤酒	63.17	13.51%	2.88	7.12%	38.49%	-55.85%	-0.56%	-22.94%
珠江啤酒	22.18	10.51%	3.11	26.29%	39.74%	243.12%	-0.62%	6.67%
惠泉啤酒	3.17	-1.15%	0.12	30.16%	10.54%	-43.93%	-7.22%	-2.63%
兰州黄河	1.86	13.07%	0.01	-112.02%	66.88%	-141.77%	-18.58%	-171.53%
*ST 西发	1.89	29.37%	-0.10	-74.49%	105.92%	-72.89%	-6.24%	-76.64%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.2 啤酒板块上半年盈利能力提升

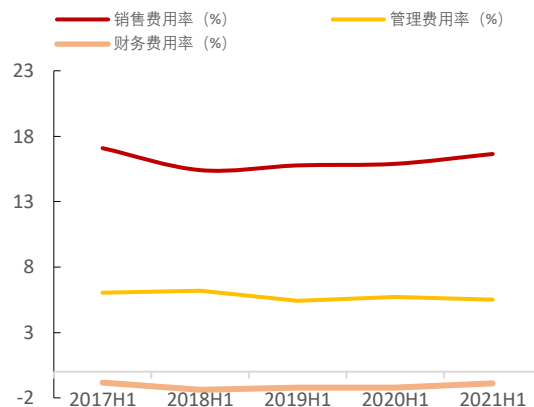
上半年啤酒板块盈利能力提升。在我国啤酒产销量下滑的背景下，行业内的公司近几年致力于产品结构升级，逐步推进高端化进程。随着产品层级的上移，今年上半年啤酒行业盈利能力有较大的提升。2021H1，啤酒板块的毛利率为 45.09%，同比增加 3.33 个百分点。从费用端来看，2021H1 啤酒板块的销售费用率为 16.64%，同比增加 0.75 个百分点；管理费用率为 5.51%，同比下降 0.22 个百分点；财务费用率为-0.90%，同比增加 0.33 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，2021H1，啤酒板块的净利率为 12.92%，同比增加 2.10 个百分点。

图 17：啤酒板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：啤酒板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

龙头公司高端化进程稳步推进。青岛啤酒近几年积极进行高端化战略布局，相继推出 IPA、琥珀拉格等超高端产品优化产品结构。2021H1，公司实现毛利率 44.40%，同比增加 2.64 个百分点。公司作为 2022 年冬奥会的赞助商，广告宣传推广费用有所增加，上半年公司的期间费用率同比增加 1.46 个百分点。在毛利率与期间费用率的综合作用下，公司 2021H1 的净利率为 13.60%，同比增加 1.23 个百分点。重庆啤酒受益于嘉士伯的入驻，产品结构得到明显优化。2021H1，公司分别实现毛利率与净利率 52.13% 与 18.16%，分别同比增加 10.93 个百分点与 1.08 个百分点。公司净利率增加幅度小于毛利率主要是公司在今年上半年持续加大对高端产品的宣传与推广，费用支出大幅增加，从而使公司上半年的期间费用率同比增加 5.30 个百分点所致。珠江啤酒、燕京啤酒目前均在产品结构升级，但与龙头公司相比，盈利能力提升幅度有限。珠江啤酒与燕京啤酒上半年毛利率分别下滑 0.46 与 1.14 个百分点，毛利率出现下滑主要是原材料成本上涨所致。

表 14：2021H1 啤酒板块上市公司盈利能力（%）

公司名称	2021H1 毛利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 净利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 期间费用率 (%)	同比变动 (%)
青岛啤酒	44.40	2.64	13.60	1.23	21.48	1.46
重庆啤酒	52.13	10.93	18.16	1.08	22.46	5.30
燕京啤酒	40.33	-1.14	5.70	-0.04	24.44	-0.28
珠江啤酒	47.61	-0.46	14.40	1.95	22.66	-2.00
惠泉啤酒	28.97	0.95	3.75	0.87	14.75	-0.07
兰州黄河	24.48	-1.23	-1.88	6.70	18.42	-4.45
*ST 西发	23.12	1.58	3.94	23.10	12.61	-16.57

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.3 啤酒重点公司梳理

（1）青岛啤酒

高基数下公司 Q2 营收略微承压。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 182.91 亿元与 24.16 亿元，分别同比增长 16.66% 与 30.22%。单季度看，公司 2021Q2 实现营业收入 93.63 亿元，同比下降 0.25%；实现归母净利润 13.94 亿元，同比增长 5.77%。为应对疫情产生的冲击，公司在去年二季度主要采取压货冲销量的方式缓解经营压力。2020Q2，公司销量同比增长 8.27%，销量处于历史高位。因此在去年高基数的基础上，公司 2021Q2 营收略微承压。

高端进程持续推进，Q2 盈利能力提升。近几年，公司积极进行高端化战略布局，加快向高附加值产品转型，不断优化产品结构。2021H1，公司共实现产品销量 476.90 万千升，同比增长 8.20%。其中，以中高端产品为主的青岛主品牌产品销量为 252.80 万千升，同比增长 20.90%；青岛主品牌中的高档以上产品销量同比增长 41.40%。产品结构的升级使公司 Q2 盈利能力提升。2021Q2，公司毛利率为 43.70%，同比增加 0.80 个百分点；净利率为 15.30%，同比增加 0.54 个百分点。

(2) 重庆啤酒

公司 Q2 业绩增速下滑。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 71.39 亿元与 6.22 亿元，分别同比增长 27.51 与下降 3.34%。单季度看，公司 2021Q2 实现营业收入 38.66 亿元，同比增加 10.06%；实现归母净利润 3.27 亿元，同比下降 35.17%。Q2 归母净利润增速出现下滑主要系公司加大高端产品宣传的费用以及原材料成本上涨所致。

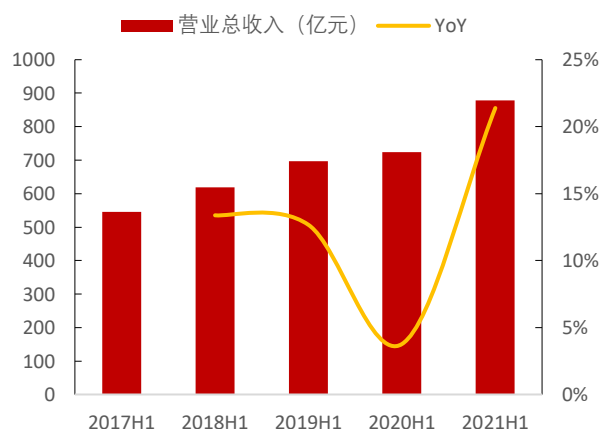
公司产品战略清晰，核心高端产品上半年实现高增长。目前，公司积极进行产品层级上移。今年上半年，公司高档产品、主流产品与经济产品分别实现营业收入 25.42 亿元、36.02 亿元与 8.60 亿元，分别同比增长 62.29%、17.44%与 4.43%。在高档产品中，乌苏、1664 等高端品牌均实现了高速增长，分别同比增长 35%与 50%。高端产品的持续推进使公司上半年盈利能力有所提高，2021H1 公司的毛利率与净利率分别同比增加 10.93 与 1.08 个百分点。

5. 乳品板块：上半年业绩稳健，成本上涨使 Q2 利润端承压

5.1 乳品板块二季度基于高基数营收仍实现正增长

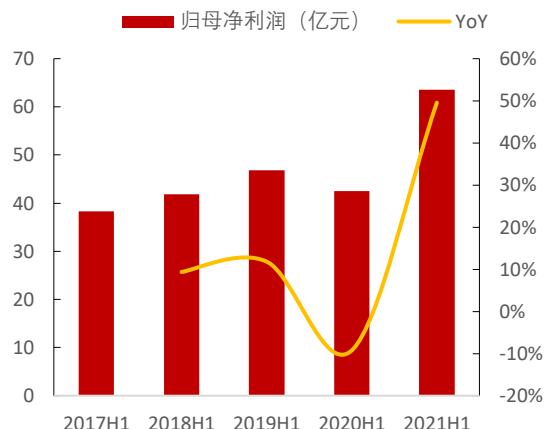
乳品板块上半年业绩表现较好，二季度基于高基数营收仍实现双位数增长。2021H1，乳品板块（SW 乳品共 13 家样本公司，下同）实现营业总收入 878.27 亿元，同比增长 21.38%；实现归属于母公司股东的净利润 63.50 亿元，同比增长 49.36%。单季度看，乳品板块去年一季度受疫情影响较大。今年一季度基于去年的低基数，乳品的营收与归母净利润增速分别为 36.30%与 212.98%。随着消费者对乳制品可以增强免疫力的认可度提高，2020Q2 乳品需求大幅回暖，营收与归母净利润分别同比增长 18.53%与 58.85%。受益于白奶需求持续旺盛，基于去年的高基数，乳品 Q2 营收同比增长 10.20%。从利润端来看，板块 Q2 归母净利润同比下降 1.85%，主要系生鲜乳价格上涨使成本增加所致。

图 19：乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 15：2021H1 乳品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2021Q1	422.51	36.30%	31.72	212.98%
2021Q2	455.76	10.20%	31.78	-1.85%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

乳品板块公司 Q2 营收增速环比放缓。基于 2020Q2 的高基数，板块内公司的营收增速环比放缓。伊利股份上半年业绩实现了双位数的增长，在一季度营收经历 32.49% 的高弹性增长后，公司 Q2 的营收增速放缓至 8.43%。公司 Q2 归母净利润增速下滑 3.91% 主要系营业成本、税金与销售费用增加所致。光明乳业与天润乳业等公司亦受成本上涨与去年 Q2 高基数的影响，利润端出现承压。作为奶酪龙头的妙可蓝多 Q2 营收增速虽有所放缓，但仍实现了 62.21% 的增长。公司营收实现快增主要是公司二季度奶酪业务与贸易业务增速较快所致。

表 16：2021H1 乳品板块上市公司业绩情况（亿元，%）

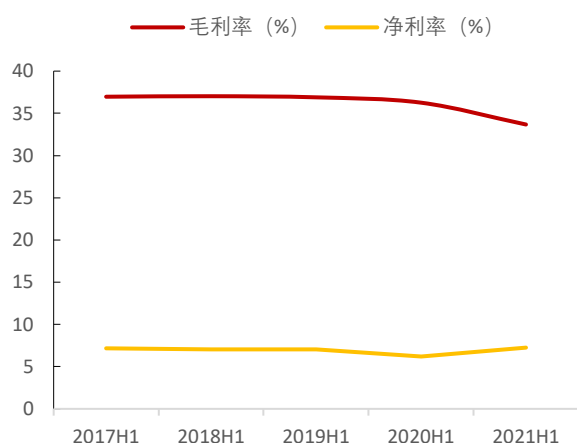
公司名称	2021H1 营业总收入	同比 增速	2021H1 归母净利润	同比 增速	2021Q1 营业总收入 增速	2021Q1 归母净利润 增速	2021Q2 营业总收入 增速	2021Q2 归母净利润 增速
伊利股份	565.06	18.89%	53.22	42.48%	32.49%	147.69%	8.43%	-3.91%
妙可蓝多	20.67	90.80%	1.12	247.14%	140.58%	215.57%	62.21%	261.67%
光明乳业	142.64	17.44%	2.61	-15.32%	36.07%	28.59%	3.80%	-29.99%
新乳业	43.16	68.85%	1.46	90.58%	90.88%	—	53.36%	13.37%
天润乳业	10.56	19.54%	0.81	1.32%	33.20%	69.40%	10.68%	-20.91%
贝因美	11.21	-24.59%	0.34	-21.86%	-20.59%	12.28%	-28.28%	-36.57%
三元股份	40.02	17.56%	1.46	—	23.05%	—	13.15%	482.21%
皇氏集团	13.07	28.88%	0.11	1229.1%	71.83%	—	6.24%	-88.12%
燕塘乳业	9.48	34.88%	1.11	85.44%	54.12%	3914.12%	23.69%	30.53%
庄园牧场	4.81	47.95%	0.23	—	66.38%	—	33.88%	-75.06%
熊猫乳品	3.90	65.48%	0.36	222.36%	114.60%	3366.67%	34.23%	100.65%
一鸣食品	11.01	37.83%	0.60	4.15%	73.55%	—	18.14%	-25.80%
*ST 科迪	2.69	44.77%	0.08	—	102.96%	—	18.62%	—

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.2 乳品板块上半年毛利率下降，净利率增加

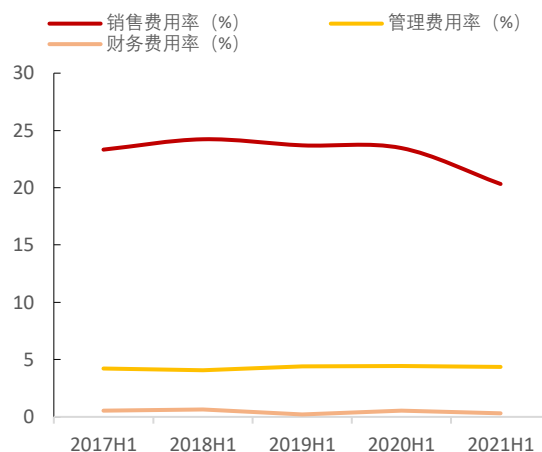
乳品板块上半年毛利率下降，净利率增加。今年以来，生鲜乳价格持续走高，目前维持在近五年高位水平。成本上涨拖累行业整体毛利率水平。2021H1，乳品板块的毛利率为 33.68%，同比下降 2.59 个百分点。从费用端来看，由于原材料成本增加，行业促销活动减少，销售费用率出现下降。2021H1，乳品板块的销售费用率为 20.33%，同比下降 3.14 个百分点；管理费用率为 4.38%，同比下降 0.06 个百分点；财务费用率为 0.33%，同比下降 0.23 个百分点。由于乳品上半年费用结构有所优化，2021H1 实现净利率 7.25%，同比增加 1.05 个百分点。

图 21：乳品板块毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：乳品板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

在乳品上市公司中，由于行业内各公司的促销活动有所减少，今年上半年 13 家上市公司的期间费用率均出现不同幅度的下降。虽成本上涨使公司的毛利率承压，但由于费用结构的改善，2021H1 仅光明乳业、新乳业与一鸣食品的净利率出现下滑，其余公司的净利率均有所提升。伊利股份、妙可蓝多 2021H1 的净利率分别同比增加 1.52 与 2.73 个百分点。

表 17：2021H1 乳品板块上市公司盈利能力（%）

公司名称	2021H1 毛利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 净利率 (%)	同比变动 (%)	2021H1 期间费用率 (%)	同比变动 (%)
伊利股份	37.40	-0.76	9.45	1.52	26.92	-2.07
妙可蓝多	39.70	1.31	6.08	2.73	32.69	-3.31
光明乳业	24.19	-6.60	1.54	-2.46	21.86	-4.24
三元股份	25.88	-7.82	3.81	0.66	22.11	-7.91
新乳业	18.13	-11.92	8.37	-0.77	8.54	-9.20
天润乳业	53.60	4.12	3.39	0.15	45.03	-2.20
贝因美	26.38	-6.42	3.13	6.06	24.67	-8.88
皇氏集团	21.89	-1.48	2.21	0.85	20.49	-3.86
燕塘乳业	30.74	-4.97	11.92	3.15	16.79	-7.54
庄园牧场	31.11	2.29	4.75	5.36	21.28	-5.45
熊猫乳品	25.57	3.88	10.12	5.51	15.17	-1.79
一鸣食品	33.82	-6.55	5.45	-1.76	28.51	-5.46
*ST 科迪	5.36	-0.49	2.87	32.83	24.81	-13.42

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 乳品重点公司梳理

（1）伊利股份

Q2 营收实现稳健增长，成本费用增加拖累归母净利润增速。公司 2021H1 分别实现营业收入与归母净利润 562.94 亿元与 53.22 亿元，分别同比增长 18.90% 与 42.48%。单

季度看，公司 2021Q1 在去年低基数的基础上实现了较快增长。2021Q2，公司低基数因素有所消退，实现营业收入 290.35 亿元，同比增长 8.34%；实现归母净利润 24.91 亿元，同比下降 3.91%。公司 Q2 归母净利润增速下滑主要系营业成本、税金与销售费用增加所致。

产品结构优化升级，渠道渗透率进一步提高。公司上半年以奥运赛事为契入点，上市了金典、安慕希、畅轻等高端系列子品牌新品，产品结构逐步优化升级。2021H1，公司液体乳业务实现营业收入 424.07 亿元，同比增长 19.65%；奶粉及奶制品与冷饮分别实现营业收入 76.27 亿元与 55.38 亿元，分别同比增长 14.83%与 13.79%。渠道方面，截至 2021H1，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 85.70%，同比增加 1.50 个百分点；电商业务收入同比增长 21.80%。根据星图零研数据显示，公司目前常温液态奶业务在电商平台中的市场份额排名第一。

（2）妙可蓝多

上半年业绩超预告上限，奶酪业务实现快增。公司 2021H1 实现营业收入 20.67 亿元，同比增长 90.80%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 247.12%。单季度看，公司 2021Q2 实现营业收入 11.16 亿元，同比增长 62.21%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 261.61%。分产品看，公司奶酪业务发展迅猛，上半年实现营收 15.22 亿元，同比增长 91.53%。

产品矩阵不断丰富，渠道持续下沉。产品方面，公司不断丰富产品矩阵，迎合市场需求。2021 年上半年，公司推出儿童奶酪棒香草冰淇淋新品与适合成人的“每日芝食”奶酪条。目前，公司已成立常温事业部，预计下半年将推出常温奶酪棒。渠道方面，公司持续加大渠道的布局。截至 2021H1，公司已拥有 36.30 万个销售网点，覆盖全国 95%以上地级市以及近 80%县级市，预计公司未来将进一步深耕渠道，提高市场的渗透率。

6. 投资策略

维持对行业的推荐评级。考虑到去年二季度食品饮料行业部分板块基数较高，行业 Q2 业绩增速环比下滑。分板块看，**白酒板块：强者恒强的趋势不变，高端白酒确定性最强。**高端白酒上半年业绩维持稳健增长，凸显高确定性；次高端白酒在去年上半年低基数的基础上，今年上半年业绩实现弹性增长。在中秋、国庆双节来临之际，白酒即将步入销售旺季，经销商开始陆续回款备货，渠道信心未因疫情明显下降。近期受酒精致癌、政策监管等消息影响，市场悲观情绪加重，引发白酒超跌。目前，悲观情绪已开始逐步释放，白酒公司的估值步入相对合理区间。总体而言，高端白酒确定性最强，考虑到去年下半年次高端白酒低基数因素消退，次高端白酒下半年的业绩增速环比或有所放缓。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台、五粮液与泸州老窖；次高端酒中，可重点关注山西汾酒、舍得酒业以及目前渠道逐步顺理的洋河股份等。**大众板块：短期扰动不改长期发展趋势，关注龙头企业边际改善机会。**受同期高基数、高库存、成本上涨与社区团购等因素扰动，调味品、啤酒等板

块 Q2 短期承压。我们认为短期扰动不改行业长期发展趋势。待成本改善、库存趋于良性、高基数影响消退后，可以把握承压后的长线布局机会。标的方面，建议关注海天味业、中炬高新、青岛啤酒、伊利股份等。

表 18：重点公司盈利预测及投资评级（2021/9/3）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600519	贵州茅台	1658.22	37.17	42.71	49.84	45.17	39.31	33.69	推荐	维持
000858	五粮液	205.89	5.14	6.25	7.35	40.01	32.90	28.00	推荐	维持
000568	泸州老窖	184.30	4.10	5.17	6.44	41.47	32.89	26.41	推荐	维持
600809	山西汾酒	267.14	3.53	4.39	5.95	106.22	60.92	44.86	推荐	维持
002304	洋河股份	166.32	4.97	5.43	6.33	47.53	34.05	29.20	推荐	维持
600702	舍得酒业	186.00	1.73	3.41	4.74	49.43	66.49	47.85	推荐	维持
000799	酒鬼酒	208.78	1.51	2.75	3.97	103.44	75.80	52.62	推荐	维持
600779	水井坊	122.70	1.50	2.20	2.89	55.45	55.85	42.43	推荐	维持
603369	今世缘	43.27	1.25	1.56	1.93	45.94	27.76	22.40	推荐	维持
000596	古井贡酒	220.16	3.68	4.52	5.60	73.86	48.71	39.30	推荐	维持
603589	口子窖	51.55	2.13	2.73	3.27	32.40	18.86	15.78	推荐	维持
603288	海天味业	90.07	1.52	1.77	2.03	69.43	59.78	51.86	推荐	维持
600872	中炬高新	32.66	1.12	1.13	1.36	59.66	29.20	23.94	推荐	维持
603027	千禾味业	17.17	0.31	0.30	0.42	120.91	57.95	40.42	推荐	维持
600305	恒顺醋业	14.27	0.31	0.33	0.39	70.54	42.93	36.48	推荐	维持
603317	天味食品	21.10	0.58	0.51	0.66	142.33	41.59	32.11	推荐	维持
600600	青岛啤酒	86.16	1.61	2.05	2.45	54.96	43.26	36.26	推荐	维持
600132	重庆啤酒	132.60	2.23	2.31	2.92	53.48	57.38	45.41	推荐	维持
600887	伊利股份	36.16	1.16	1.37	1.61	28.47	24.19	20.54	推荐	维持
603517	绝味食品	62.53	1.15	1.65	2.09	67.29	37.92	29.88	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

- （1）原材料价格波动。
- （2）产品提价不及预期。
- （3）渠道开展不及预期。
- （4）行业竞争加剧。
- （5）食品安全风险。
- （6）宏观经济下行风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告提及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn